

CITY UNIVERSITY OF HONG KONG
香港城市大學

**A Comparison Study on Chinese Firms'
Cross-border Mergers and Acquisitions**
中國企業跨境併購成敗和績效對比研究

Submitted to
College of Business
商學院
in Partial Fulfillment of the Requirements
for the Degree of Doctor of Business Administration
工商管理學博士學位

by

Jia Zongda
贾宗达

June 2015
二零一五年六月

摘要

中國對外直接投資，反映並影響中國經濟格局和發展。中國企業跨境併購，正越來越成為中國對外直接投資的主要形式。本文以中國式跨境併購政府導向、反向市場、資本離境動因和風險為背景，以鄧寧的國際生產折衷理論和投資發展階段理論為指導，研究中國企業跨境併購影響因素與併購成敗和績效的關係。

與以往研究不同，本文研究中國企業跨境併購影響因素，重點對比併購影響因素在成敗和短期績效上、在發達國家和非發達國家中的相同或不同。本文選取SDC資料庫自1990年1月至2012年12月中國企業跨境併購數據，分別採用回歸分析法、事件研究法以及財務評價法研究併購成敗、併購短期績效以及長期績效，並輔以兩個案例分析，主要得出以下結論：

首先，中國企業進行跨境併購，與併購標的所在國的文化距離，並不直接影響交易是否達成，但與併購短期績效顯著負相關，說明中國企業在完成併購交易後不能掉以輕心，仍需著力整合文化差異。第二，目標公司是否在發達國家不影響併購成功率，但併購發達國家企業能產生更高的短期超額收益率。第三，國有企業進行跨境併購面臨特殊挑戰，併購交易更難達成，尤其是在發達國家。第四，如果中國企業與跨境併購標的處於同一行業，則有助於併購交易達成，尤其是在非發達國家。第五，絕對控股併購，在非發達國家，更難成功；對短期績效有顯著正影響，尤其是在發達國家。第六，採用現金支付有助於併購交易達成，尤其是在發達國家。最後，中國企業跨境併購長期績效，整體不佳並變差。同時，市場因素，對中國企業跨境併購的成敗、短期績效、長期績效，均有非常顯著的影響作用或調節作用。

本文重點關注併購影響因素對併購成敗和績效、在發達國家和非發達國家的相同或不同，這一對比分析的關注點，在現有文獻研究中，尚不多見。因此，本文這一新的視角的研究和結論，可以為中國企業跨境併購的對比與選擇，提供借鑒和參考。

關鍵字：中國企業 跨境併購 成敗績效 對比分析

ABSTRACT

Foreign direct investment is an important factor to reflect and influence the growth pattern of Chinese economy. Cross-border mergers and acquisitions (CM&A), has become the main form of Chinese foreign direct investment. Guided by the Eclectic Theory of International Production and inspired by the special aspects of Chinese CM&A, such as government dominant investment, inverted market, capital outflows etc., this paper explores the motivation and risk undertaken by Chinese bidders, focuses on the cross-sectional difference in the success rate and performance.

Though previous research studied various factors that affect Chinese CM&A, most of them ignored the different channels through which success rate and performance is affected by the same factor, and the possibility that the variation of target countries directs how these channels work. This paper puts focus on these issues and empirically studies Chinese CM&A over the period from January 1990 to December 2012 by looking at the success rate and performance of Chinese acquirers. This paper employs various empirical methods and finds that:

First, the culture distance between China and the target country seems not to affect success rate while be negatively related to the short-term announcement return. Second, whether the target is from developed or non-developed countries has no effect on the success rate of CM&A, while acquiring targets from developed countries generates more positive short-term announcement return. Third, state-owned acquirers face especial challenges. It's more difficult to close a deal, especially when acquiring targets from developed countries. Fourth, if the target belongs to the same industry with the acquirer, the deal is more likely to close, especially when the target is from non-developed countries. Fifth, majority CM&A deals are more difficult to close when the target is from non-developed countries. Majority CM&A also has positive effect on the short-term announcement return, but only when acquiring targets from developed countries. Sixth, cash payment is more welcome to targets from developed countries. Last, though the average announcement return is positive, the long-term performance gets worse after CM&A. Through two case studies, this paper also finds that some

market factors, though difficult to be quantified, have important implication to both success rate and performance of Chinese CM&A.

This paper examines factors related to Chinese CM&A, looking at how differently the same factor works to success rate and performance, and to targets from developed countries and non-developed countries. This comparison study contributes new insights to Chinese CM&A practice.

Key words: Chinese Bidders Cross-border Mergers and Acquisitions Success Rate and Performance Comparison Study

目錄

摘要.....	i
ABSTRACT	ii
Qualifying Panel and Examination Panel.....	iv
致謝	v
圖表目錄.....	viii
第一章 緒論.....	1
第一節 問題提出和本文邏輯.....	1
第二節 研究背景	2
一、 國際背景	2
二、 國內背景	7
三、 研究背景重點總結及本文理論文獻概述	46
第三節 研究問題與研究目的.....	49
一、 本文研究問題	49
二、 本文研究目的	49
第四節 研究方法與主要發現.....	49
一、 關於研究方法	50
二、 本文研究方法	50
三、 本文主要發現	50
第五節 研究意義.....	51
一、 關於跨境併購成敗和績效研究意義概述	51
二、 理論意義	52
三、 實踐意義	52
第六節 本文框架	53
第二章 理論回顧與文獻綜述	54
第一節 中國企業跨境併購等相關概念	54
一、 併購和跨境併購	54
二、 中國企業跨境併購和中國企業海外併購	54
三、 本文概念使用說明.....	55
第二節 跨境併購相關理論	55
一、 跨境併購相關理論.....	56
二、 從跨境併購相關理論看中國企業跨境併購成敗和績效	58
第三節 跨境併購成敗和績效文獻綜述及本文評述	61
一、 關於跨境併購成敗和績效的研究概況.....	61
二、 關於跨境併購成敗之影響因素.....	64
三、 關於跨境併購績效之影響因素.....	70
四、 關於跨境併購成敗和績效文獻的評述.....	82
第三章 假設提出與研究設計	87
第一節 假設提出	87
一、 關於中國企業跨境併購成敗	87
二、 關於中國企業跨境併購短期績效	90
三、 關於中國企業跨境併購長期績效	95
第二節 研究設計	96
一、 本文相關因變量和自變量等的設定與定義	96

二、 本文研究方法	99
三、 數據來源以及樣本篩選	101
第四章 實證結果與分析	104
第一节 描述性統計與分析	104
一、 關於中國企業跨境併購成敗	104
二、 關於中國企業跨境併購短期績效	106
三、 關於中國企業跨境併購長期績效	109
第二节 主要假說的實證結果	110
一、 關於中國企業跨境併購成敗	110
二、 關於中國企業跨境併購短期績效	116
三、 關於中國企業跨境併購長期績效	124
第三节 主要發現以及實踐啟示	129
一、 主要發現	129
二、 對中國企業跨境併購實踐的啟示	132
第五章 中國國有企業跨境併購鐵礦石資源案例成敗和績效	134
第一节 國際鐵礦石市場	134
一、 國際鐵礦石市場價格	134
二、 中國鐵礦石進口量	134
三、 國際鐵礦石市場三大巨頭和國際鐵礦石市場價格	135
第二节 中鋁併購力拓	135
一、 併購公司及相關公司簡介	135
二、 背景和動因	135
三、 過程和問題	137
四、 中鋁併購力拓成敗和績效及相關分析	138
第三节 首鋼併購秘魯鐵礦和出讓秘魯鐵礦	139
一、 併購公司及相關公司簡介	139
二、 歷史和過程	140
三、 首鋼併購秘魯鐵礦成敗和績效及相關分析	142
第四节 本章案例小結	145
一、 關於政府秩序和市場秩序	145
二、 關於市場因素與中國企業跨境併購成敗和績效	145
第六章 結論	146
第一节 本文研究結論	146
第二节 理論和實踐意義	147
一、 理論意義	147
二、 實踐意義	147
第三节 本文不足之處	148
一、 關於資本離境現象	148
二、 關於本文的對比研究	148
三、 關於長期績效	149
第七章 篇末語	150

圖表目錄

圖表 1-1 1990 年至 2012 年中國企業跨境併購交易金額以及平均交易金額統計.....	13
圖表 1-2 1990 年至 2012 年中國企業跨境併購交易數量以及披露金額的交易數量.....	13
圖表 1-3 1990 年至 2012 年中國企業跨境併購各行業交易數量和交易金額.....	28
圖表 1-4 中國企業跨境併購流程和風險三階段模型.....	41
圖表 2-1 1990 年至 2012 年中國國內生產總值和國民生產總值等數據.....	60
圖表 4-1 中國企業跨境併購成敗全樣本結構.....	105
圖表 4-2 中國企業跨境併購成敗發達國家子樣本結構.....	106
圖表 4-3 中國企業跨境併購成敗非發達國家子樣本結構.....	106
圖表 4-4 中國企業跨境併購短期績效樣本結構.....	107
圖表 4-5 中國企業跨境併購短期績效回歸樣本結構.....	108
圖表 4-6 中國企業跨境併購長期績效樣本結構.....	110
圖表 4-7 中國企業跨境併購成敗主回歸和分組回歸.....	111
圖表 4-8 中國企業跨境併購短期績效 CAR 圖.....	117
圖表 4-9 中國企業跨境併購短期績效全樣本 t 檢驗結果.....	117
圖表 4-10 中國企業跨境併購短期績效回歸結果.....	118
圖表 4-11 中國企業跨境併購短期績效子樣本 t 檢驗結果.....	120
圖表 4-12 中國企業跨境併購長期績效 ROE 指標.....	125
圖表 4-13 中國企業跨境併購長期績效 ROA 指標.....	125
圖表 4-14 中國企業跨境併購長期績效資產負債率指標.....	126
圖表 4-15 中國企業跨境併購長期績效營業收入同比增長率指標.....	126
圖表 4-16 中國企業跨境併購長期績效營業利潤同比增長率指標.....	127
圖表 4-17 中國企業跨境併購長期績效變化值 t 檢驗結果.....	128
圖表 5-1 中國進口鐵礦石 2000 年至 2012 年到岸均價.....	134
圖表 5-2 1995 年至 2013 年中國鐵礦石進口量.....	134
圖表 5-3 1998 年至 2013 年秘鐵每年純利潤.....	143
圖表 5-4 1994 年至 2012 年秘鐵礦石每年出口 FOB 價格.....	143